

Long-Term Investment Fund

Lettre d'information juillet 2003

Comme nous l'avons expliqué dans le manuel de l'investisseur, pour évaluer nos performances, les investisseurs du fonds LTIF devraient plutôt examiner le résultat de nos sociétés que le cours de celles-ci (et la valeur liquidative du fonds qui ne représente en fait que le total du prix des actions détenues à une date donnée). C'est la raison pour laquelle nous parlons plutôt de « performance intrinsèque » que de performance des actions.

Pour obtenir une description complète de notre politique d'investissement pour le fonds LTIF et son « manuel de l'utilisateur », qui explique de manière détaillée nos concepts de valorisation, comme la « valeur intrinsèque » et le « bénéfice par action du fonds », veuillez consulter notre site Internet à l'adresse suivante :

www.ltif.com

Vous trouverez également sur ce site les lettres d'information précédentes, ainsi que les résultats détaillés du fonds depuis son lancement.

Pour de plus amples informations, veuillez adresse votre demande par écrit à info@ltif.com.

Performances de notre portefeuille

Bénéfices excellents dans pratiquement toutes les sociétés

Valeur liquidative en hausse de plus de 17 % au cours des six premiers mois de l'année

Le premier trimestre de l'année, pour lequel nous disposons à présent d'informations complètes, a été marqué par l'excellente évolution de la rentabilité du portefeuille.

À quelques exceptions près, dont nous discuterons plus loin, toutes nos sociétés ont enregistré une excellente rentabilité au cours des trois derniers mois, avec des bénéfices records pour la plupart d'entre elles. Même si, à notre avis, les résultats trimestriels ne sont pas très significatifs, puisque les variations normales dans la réalité (qui ne sont pas influencées par une comptabilité créative) ont tendance à être importantes, la vérité c'est que la plupart de nos sociétés bénéficient d'une position concurrentielle forte et équilibrée. Dans la prochaine lettre d'information, nous présenterons le retour sur investissement semestriel et la valeur intrinsèque du fonds (la plupart des sociétés n'ont pas encore déclaré leurs résultats semestriels mais ils seront excellents).

C'est peut-être pour reconnaître sa bonne rentabilité que la valeur liquidative du fonds (la valeur donnée par le marché au portefeuille à un moment donné) a augmenté de plus de 17 % au cours des six premiers mois, net de tous frais.

Répertoire LTIF

Agent administratif :

TMF Fund Administrators BV
Westblaak 89
P.O. Box 25121
3001 HC Rotterdam
Pays-Bas

Telekurs : 1341036

Bloomberg : LONGTRM VI

Gestionnaire du fonds :

J3 Associates Ltd.
Mill Mall, P.O. Box 964
Road Town, Tortola
Iles Vierges Britanniques

Siège social :

Mill Mall, P.O. Box 964
Road Town, Tortola
Iles Vierges Britanniques

Dépositaire :

Pictet & Cie
29, bd Georges Favon
1204 Genève
Suisse

Performances de notre portefeuille (suite)

Cette valorisation a été favorisée par une couverture de devises très importante : chaque investissement qui n'est pas en euros est couvert. Ceci signifie que nous n'avons rien perdu suite à la chute du dollar qui a eu lieu cette année.

Les investisseurs de LTIF savent que la valeur liquidative n'est pas un très bon indicateur à court terme de la performance d'un investissement. Les marchés ont atteint de tels sommets qu'une chute est tout à fait possible, et, si cela se produit, elle entraînera toutes les valeurs dans son sillage. Mais, si nos sociétés restent aussi rentables qu'aujourd'hui, les investisseurs peuvent être assurés que la valeur liquidative à moyen terme sera en hausse, étant donné la sous-évaluation évidente de notre portefeuille.

(D'autre part, les marchés pourraient continuer leur ascension : lorsque le Nasdaq a passé pour la première fois la barre des 1500 à la fin des années 1990, n'importe quel investisseur avisé aurait été convaincu qu'il était largement surévalué. Eh bien, il l'était vraiment mais cela ne l'a pas empêché de monter jusqu'à 5000 points avant de retomber sous les 1000 points. Ce que nous savons chez LTIF, c'est que les prix sont hauts actuellement mais nous n'avons aucune idée de ce qu'il vont faire à court terme).

Mouvements du portefeuille

Nous avons vendu deux sociétés pour des raisons opposées et en avons acheté deux autres.

- Nous avons vendu Banco Andalucía parce qu'elle avait atteint à notre avis son cours le plus haut. Avec un ratio cours /bénéfice bien au-dessus de 10 et des perspectives floues en matière de croissance, nous ne pensions pas que cette position pourrait atteindre, à ce niveau de prix, notre rendement à long terme de 15 %. Nous l'avons donc vendue et dégagé une plus-value d'environ 50 % en deux ans et demi.
- Nous avons vendu ABN AMRO parce que nous avons estimé que ses perspectives à moyen et long terme n'étaient pas très bonnes. La plupart des bénéfices de la banque proviennent de son activité Crédits hypothécaires aux Etats-Unis. Le niveau bas des taux d'intérêts qui prévaut actuellement a encouragé de nombreuses personnes à refinancer leurs hypothèques (et à dépenser l'argent en biens de consommation, ce qui, d'ailleurs, n'est pas de bonne augure pour l'économie américaine et la valeur du dollar à long terme). Compte tenu des taux de la banque centrale, à 1 %, nous ne voyons pas comment cette tendance pourrait se poursuivre. Les bénéfices de la banque ne peuvent que se replier brutalement et pendant une période relativement longue. Nous avons vendu avec une moins-value de 15 %.

Nous avons acheté Husky Energy et le groupe Zehnder.

- Husky Energy est une société canadienne active dans la production de pétrole et de gaz naturel. Elle possède une petite activité de distribution au Canada mais ses activités principales sont centrées sur la recherche et l'extraction de pétrole et de gaz naturel. Comme indiqué dans une lettre d'information précédente, nous pensons qu'un bon portefeuille doit contenir quelques sociétés énergétiques, à condition qu'elles soient bien gérées, rentables et achetées à un prix bas. Leur cours va fluctuer car le prix des matières premières sous-jacentes est volatil, mais, si la

société réinvestit correctement ses bénéfices et augmente ses volumes de production, il suffit tout simplement d'attendre pour que des valeurs chères finissent par générer d'excellents résultats (voir nos commentaires sur la société PETD un peu plus loin).

- Le groupe Zehnder est une société suisse, leader mondial dans le secteur des radiateurs et des systèmes de ventilation, qui est implantée dans le monde entier. La société, connue de longue date pour sa rentabilité, est très solide d'un point de vue stratégique et peut être achetée à un prix très bas.

Performance de nos sociétés

La plupart de nos sociétés ont enregistré de bons résultats au cours des premiers mois de 2003. En fait, une majorité d'entre elles ont atteint des bénéfices records.

Les plus remarquables sont, peut-être, ceux de McCarthy and Stone, dont les bénéfices sont en hausse de 80 % et le chiffre d'affaires de 30 %. La société est tellement sous-évaluée, compte tenu de ses résultats excellents, qu'elle a fait l'objet d'une OPA, rejetée d'ailleurs par le conseil d'administration qui l'a jugée trop faible. Les perspectives sont toujours bonnes et, bien que le marché immobilier semble se ralentir au Royaume-Uni, le créneau qu'exploite la société (les résidences de retraite) et les zones géographiques dans lesquelles elle les construit (Londres et le Sud) sont de très bonne augure pour assurer une rentabilité durable.

La situation de la société Petroleum Development Corporation est également intéressante. La société a été couronnée de succès dans ses activités d'exploration de gaz naturel et a augmenté progressivement ses volumes. Et, qui plus est, les prix du gaz naturel ont augmenté il y a quelques mois du fait d'une pénurie qui était d'ordre structurel. Les bénéfices ont fortement augmenté ... tout comme le cours de l'action. Toutes les autres sociétés ont également enregistré de bons résultats à l'exception des deux sociétés que nous avons mentionnées : Natuzzi et Teleplan.

Natuzzi a déclaré une chute de 14 % de son chiffre d'affaires pour le premier trimestre et des bénéfices également en baisse de 41 %, par rapport au premier semestre de 2002 qui avait été une année exceptionnelle. Les principales raisons sont la chute du dollar (la société vend pratiquement la moitié de sa production aux États-Unis) ainsi qu'une forte concurrence de la Chine. Bien qu'ils soient décevants, nous ne sommes pas trop inquiets de ces résultats : la société est en train d'augmenter sa production dans des régions à bas coûts (comme le Brésil, la Roumanie et la Chine) et de renforcer sérieusement sa politique de marque et son réseau de distribution. Ses actions se vendent à un prix tellement bas que, même si elles devaient enregistrer une rentabilité moindre sur une longue période, elles représenteraient malgré tout un bon investissement pour les actionnaires.

Enfin, Teleplan a complètement déçu les investisseurs. Quelques semaines après avoir annoncé des résultats assez bons pour 2002 et une prévision optimiste pour 2003, la société a déclaré des bénéfices bien inférieurs pour le premier trimestre de 2003, en rendant le dollar et la perte d'un gros client responsables de la chute. Nous pensons que le prix bas actuel de l'action ne justifie pas une décision de vente : à ce prix, même une rentabilité moindre assure un bon rendement. De plus, nous pensons vraiment que la rentabilité devrait augmenter. Mais nous devons admettre que nous avons un peu perdu confiance en la direction de cette société et nous aimerions voir les résultats du second trimestre pour décider vraiment de ce que nous allons faire.

Valeur liquidative

Les principaux chiffres de la valeur liquidative du fonds sont les suivants :

STATISTIQUES

Au 30 juin 2003

Valeur liquidative par action participative	109,19 €
<i>Performance :</i>	
· Sur un mois	5,79 %
· Sur un an	17,28 %
· Depuis le lancement	9,19 %
· 3 mois glissants	20,76 %
· 6 mois glissants	17,28 %
· 12 mois glissants	14,30 %
<i>Analyse statistique (12 mois glissants)</i>	
· Écart-type	6,17 %
· Écart-type (annualisé)	21,37 %
· Ratio Sharpe (annualisé)	(0,33)